

Die Rückkehr der Risiken

1. Falsche Metapher: Das Sommergewitter

Der Vergleich von hochkomplexen wirtschaftlichen Vorgängen mit einem gängigen Bild aus unserer täglichen Erfahrung ist gewiss legitim. Oft lassen sich nur auf diese Weise innert nützlicher Frist die Überlegungen und Hintergründe für bestimmte Entscheide und Vorgehensweisen kommunizieren. Voraussetzung ist freilich, dass das Bild auch stimmt. Sonst kann es gefährlich werden. Wegen der falschen Vorstellung über das tatsächliche Ausmass eines Eisberges und wegen der überrissenen Vorstellung der eigenen Unverletzlichkeit ging bekanntlicherweise die Titanic unter, um mit einer gegenwärtig sehr populären Metapher das zu umschreiben, was passieren kann, wenn die Bilder nicht stimmen.

Bis vor einigen wenigen Tagen wurde in bezug auf die Geschehnisse an den Finanzmärkten im dritten Quartal dieses Jahres oft das Bild des „Sommergewitters“ verwendet. Ein Sommergewitter zeichnet sich durch seine Heftigkeit, durch bedrohliche Böen, schädigenden Hagel, heruntergerissene Äste, Blitzschlag und Donnergerollen aus. Zudem aber auch dadurch, dass es von kurzer Dauer ist und dass danach wieder eitel Sonnenschein herrscht und sich männiglich an der reinigenden Kraft des niedergerasselten Regens ergötzt.

Die Metapher des Sommergewitters trifft für den Herbstcrash insofern nicht zu, als sie die Tragweite und die langfristigen Auswirkungen der Ereignisse markant unterschätzen lässt, ja, wie noch zu zeigen sein wird, in gefährlicher Weise bagatellisiert. Wir haben in unserem letzten Kommentar von Anfang Oktober zu erklären versucht, was eigentlich vor sich geht. Im wesentlichen reduzierten wir das komplexe Geschehen auf den plötzlichen Zusammenbruch einer weltweit gepflegten Illusion über die scheinbar

unendliche Fähigkeit des IMF, zahlungsunfähigen Schuldnerländern beizustehen. Die These muss in diesem Kommentar vertieft werden. Zunächst lohnt es sich aber, die erdrutschartigen Bewegungen nochmals ins Gedächtnis zu rufen. Denn allein schon am Ausmass der Verwerfungen lässt sich zeigen, dass der verharmlosende Vergleich mit dem Sommergewitter in die Irre führt.



Quelle: Bloomberg; eigene Darstellung

Am augenfälligsten und für den Investor am schmerzhaftesten waren natürlich die dramatischen Kursverluste an den Aktienmärkten. Zwischen Ende Juli und Anfang Oktober büsste der Schweizer und der deutsche Aktienmarkt fast 40 Prozent, die amerikanische Börse („nur“) 20 Prozent ein. Wir neigen dazu, den Kursrutsch in zwei Phasen aufzuteilen. Zunächst, das heisst bis in die erste Hälfte des Monats September, erfolgte eine Verkaufswelle nach der anderen als Folge der Fernost- und Russland-Krise und in der Einsicht, dass diesmal dem Weltwährungsfonds die Mittel und Möglichkeiten bei weitem fehlen würden, um einmal mehr eine für Schuldner wie auch Gläubiger so wohltuende Entlastung mit einullender Wirkung für den gesamten Rest der Welt herbeizuführen. Die Verkaufswellen wurden in erster Linie durch den Zwang zur Realisierung schief liegender, mit Wertschriftenbeständen besicherter Kreditpositionen

induziert. Nichts kann die Dramatik der Vorgänge mehr unterstreichen als die offensichtliche Notwendigkeit namhafter Banken, ihre eigenen Aktien zum Verkauf buchstäblich auf den Markt zu werfen. So etwas tut man nur, wenn Gefahr im Verzug liegt. „Rette sich, wer kann“ heisst das Motto, wenn eine Welle des De-Leveraging (d.h. der plötzlichen, zwangsweisen Schuldentilgung) um sich greift.

Gegen Mitte September hatte man den Eindruck, diese Verkaufswelle müsste gelegentlich zum Stehen kommen. Dies, weil ganz deutlich wurde, dass die von solchen Realisierungszwängen unberührten privaten Investoren dem Geschehen weitgehend gelassen seinen Lauf liessen. Dann aber platzte die Long-Term-Capital-Bombe, mit der schlimmsten Sprengkraft ausgerechnet bei der Schweizer Grossbank UBS, und damit war die zweite Phase des Kurssturzes eingeleitet. Er nahm das Ausmass einer regelrechten, weltweiten Finanzkrise an. Die Kurse praktisch aller Bankaktien wurden innert weniger Tage in die Tiefe geschmettert. So notierten die CS- und die UBS-Aktie zeitweise auf weniger als der Hälfte des Wertes von Anfang August, die Aktie von Merrill Lynch gar auf einem Drittel!

In diesem hypernervösen Umfeld kursierten bald einmal Gerüchte über den bevorstehenden Konkurs der einen oder andern internationalen Grossbank. Spätestens dann wurde klar, dass die Krise das Mass einer „gewöhnlichen“, von den Marktteilnehmern hinzunehmenden Korrektur überschritten hatte. Mit der Gefährdung des gesamten Finanzsystems wurden die Notenbanken auf den Plan gerufen. Das amerikanische Fed nahm seine Führungsrolle wahr und verabreichte mit einer Folge von Zinssenkungen den Märkten eine Portion Beruhigungsmittel.

In der Folge erlebten wir dann einen „Aufwärtscrash“, der ebenfalls seinesgleichen sucht. Viele Investoren wurden, wenn schon investiert, angenehm überrascht; wer mit leeren Händen dastand, musste den Ereignissen einmal mehr hinternachrennen. Erst vor gut einer Woche (und wiederum recht dramatisch!) kam dieser Aufwärtstrend zum Stillstand. Seit anfangs Oktober sind die Aktienkurse in Amerika um rund 20 Prozent, in Europa um 25 Prozent angestiegen. Die „Korrektur nach oben“ verleitete in unseren Augen zu viele Marktteilnehmer dazu, das

Geschehene in Vergessenheit geraten zu lassen. „Sommergewitter“ und ähnliche Bilder haben etwas ungemein Beruhigendes. Wir vertreten dezidiert die Ansicht, dass es wenig Gründe zur Entwarnung gebe. Deshalb haben wir uns ein anderes Bild zur Erklärung der Situation an den Finanzmärkten ausgedacht.

2. Richtiger: Der Stadtbrand

Bei einem kürzlich erfolgten Besuch einer Investmentbank in London vertrat ein sehr erfahrener Finanzmarktspezialist die Ansicht, der IMF-/LTCM-Crash sei bei weitem das einschneidendste Ereignis der letzten zwanzig Jahre an Finanzmärkten gewesen, und man könne es eigentlich nur mit „Hiroshima“ vergleichen. Totaler Kahlschlag weit und breit; spärlich, vorsichtig, brüchig das neue Leben, das aus den Aschenfeldern spriesse. Wir gehen nicht ganz so weit, glauben aber doch, zumindest eine Analogie im Zustand einer engen mittelalterlichen Stadt nach einer Brandnacht zu finden. Der Vergleich ist bereits wegen der Ausgangslage attraktiv: Die Stadtmauern verliehen ja den Bürgern zwar durchaus ein gehöriges Mass an Sicherheit. Gleichzeitig war aber diese Sicherheit absolut illusorisch, wenn es um andere als die üblichen kriegerischen Gefahren ging. Sowohl Feuer als auch Pest konnten sich nirgends besser ausbreiten als innerhalb der engen Befestigungsanlagen. Trotz der in verschiedener Hinsicht illusorischen Sicherheit und trotz des Bewusstseins der vorhandenen Risiken beflissigten sich die Bürger emsiger wirtschaftlicher Tätigkeit; dann und wann waren sie auch zu ausgiebigen Festivitäten imstande.

Kein seriöser Vermögensberater, der nicht schon lange vor dem 98-er Crash vor allen möglichen Risiken gewarnt hätte. Einzelne prognostizierten schon vor drei Jahren die unmittelbar bevorstehenden Plagen von Feuer und Pest. Unsere bekannte These geht dahin, dass die Illusion der De-facto-Garantie des IMF zugunsten schwacher Schuldnerländer während langer Zeit den Ausbruch kleinerer Feuer immer wieder verhindert hatte. Das emsige Treiben nahm seinen Lauf, bis plötzlich klar wurde, dass das Feuer bereits an zu vielen Orten loderte und deshalb keine Hoffnung auf die Rettung der Stadt mehr bestehen konnte.

Das Problem eines Stadtbrandes liegt in dem durch die Enge der Befestigung gegebenen Klumpenrisiko. Wenn es einmal richtig brennt, dann ist das Ganze gefährdet; niemand kann so weiterschlafen, als wäre nichts geschehen. Es nützt auch nichts, sich auf Unschuld am Geschehenen zu berufen. Ja, selbst die Übervorsichtigen, die ihr Haus mit besonders brandfesten Ziegeln und doppelten Brandmauern versehen haben, werden nervös. Analog die Situation in August und September 98. Wer von uns allen hatte schon direkt mit Indonesien, Malaysia, Russland zu tun? Wer von uns allen machte fröhlich und mit der nötigen Verschuldung im Hedge-Fund-Business mit? Wer spielte so direkt mit dem Feuer? - Dadurch aber, dass innerhalb kürzester Frist fast alle negativen Elemente auf einmal aktuell wurden, konnte sich niemand mehr dem Unheil entziehen.

Mancher Obligationen gläubiger ist sich möglicherweise nicht bewusst, dass in einer Finanzkrise, wie es eben eine war, selbst seine mit viel Brandmauern versehenen Anlagen plötzlich zu aktienähnlichen Fünft-handforderungen werden könnten, wenn das Feuer tatsächlich um sich zu greifen begänne und bisher als brandsicher gewählte innerstädtische Festen plötzlich Flammen fingen. Stadtbrände sind unberechenbar. Der Wind trägt die Funken oft dorthin, wo man es am wenigsten vermutet.

Der ökonomische Wert auch intakt bleibender Gebäude sinkt während einem Stadtbrand dramatisch. Ähnliches mussten im Herbst auch die Investoren an sich gesunder Unternehmungen erfahren. Die Aktienkurse von Banken, die nicht in den LTCM-Fund investiert hatten, litten beinahe so schlimm wie die Marktwerte von denjenigen, die diese Unvorsichtigkeit begangen hatten. Wir wurden oft mit der Frage konfrontiert, was sich denn eigentlich am inneren Wert einer Unternehmung wie Nestlé oder Novartis, beide mit ihrer Bilanz nur marginal an den Finanzmärkten vertreten, zwischen Juli und Oktober 98 geändert habe. Und ob ein solcher Kursunterschied wirklich berechtigt sei. Die Antwort kann nicht eindeutig ausfallen. In der Tat hat sich an den Unternehmungen und ihrer inneren Werthaltigkeit effektiv nicht viel geändert. Ein intakt gebliebenes Haus innerhalb einer Ruinenlandschaft ist aber dennoch ein anderes, vermutlich weniger wertvolles Gebäude als eine auch ärmliche Hütte in einem

pulsierenden Quartier. Oder anders gesagt: Für nichts und niemanden gibt es ein Entkommen aus den Rahmenbedingungen, die ein Markt und ein Finanzsystem nun eben einmal darstellen.

Die Metapher des Stadtbrandes behält ihre Stimmigkeit auch für die Zeit danach: dann, wenn die grössten Feuer gelöscht sind, die Mauerreste noch rauchen, die Überlebenden sich der neuen Situation bewusst werden, da und dort aber auch noch Brandherde weitermotten. Die Wahrscheinlichkeit eines erneuten Grossbrandes ist gering; zuviel ist bereits abgebrannt und verkohlt. Aber jeder neue Ausbruch verbreitet Angst und Schrecken und lässt die Erinnerungen an die grosse Feuersbrunst wieder wach werden. Und die mottenden Herde haben zwei Nachteile: Erstens bleiben sie oft über lange Zeit bestehen, zweitens sind sie schwer zu orten. So kann jederzeit und überall ein Feuer wieder ausbrechen.

Ein letztes. Nach einem Stadtbrand muss die Stadt wieder neu aufgebaut werden. Bis die neuen Konturen entstehen und sichtbar werden, wird über Provisorien und Umgruppierungen all das verändert, was in den Strukturen vor dem Brand fest einzementiert gewesen war. Die Werthaltigkeit dieser Provisorien ist unterschiedlich: Sind es bereits die Fassaden neuer Gebäude? Oder handelt es sich nur um Potemkinsche Dörfer, hinter denen sich das alte Elend versteckt? Auch die Nachhaltigkeit von Umgruppierungen zu neuen Quartieren ist fraglich. Wird man sich gegenseitig verstehen, oder wird man nach kurzer Zeit wieder sang- und klanglos auseinandergehen? Die gegenwärtige Fusionswelle lässt diese Fragen durchaus offen. So sinnvoll die eine Liaison erscheint, so fragwürdig mag die andere in bezug auf Synergien und gegenseitige Verträglichkeit erscheinen.

3. Was einen Stadtbrand ausmacht

Zurecht mag der Leser nun fragen, was es denn ökonomisch so Weltbewegendes gewesen sei, das uns von einem Stadtbrand (mit allen Folgeerscheinungen!) und nicht lediglich von einem einzelnen, in sich letztlich abgeschlossenen Ereignis sprechen lässt. Die Negativisten unter den Analysten weisen seit je auf die lange Liste der Probleme und Unsicherheitsfaktoren hin, die unsere Welt und namentlich die Wirtschaft plagen - bzw. plagen sollten, wenn es nach ihrem

pessimistischen Weltbild ginge. Die Optimisten weisen zum einen auf all die positiven Entwicklungen der letzten Jahre hin, etwa auf die säkular tiefen Zinsen oder auf den gigantischen Technologieschub. Und sie gehen, wenn sie nicht gerade jeglichem Realismus fern sind, davon aus, für die durchaus vorhandenen Probleme werde man schon Lösungen finden, wenn die Zeit gekommen sei. Dafür sei der Mensch ja ein erfindungsreiches Wesen. Wir werden weiter unten (vgl. Kapitel 5) versuchen, beiden Standpunkten, demjenigen der Bären und demjenigen der Bullen, mit der Auflistung der wichtigsten negativen und positiven Punkte etwas Substanz zu verleihen.

Beide haben aber a priori unrecht. Und zwar darum, weil sie beide das Element Zeit vernachlässigen. Es können noch so viele Probleme in der Welt ihrer Lösung harren und als solche auch bedrohlich sein: Wenn sie nicht alle auf einmal koinzidieren, miteinander gleichzeitig fällig werden, dann ist ihre negative Wirkung bei weitem schwächer, als es die Horrorszenarien der Negativisten erwarten liessen. Die unverbesslichen Bullen ihrerseits haben aber auch nicht recht, weil sich eben dann und wann Probleme und Problemchen zusammenballen können und durch die zeitliche Koinzidenz durchaus bedrohlich werden. Wenn man von Risiken in der Ökonomie spricht, dann geht es genau um diesen Sachverhalt. Probleme, die bereits bekannt sind, bergen eigentlich keine Risiken. Ihren künftigen (negativen) Wert kann man diskontieren; er schlägt sich auf die jeweiligen Kurse, auf die Marktwerte nieder. Auch mit Entwicklungen, deren Ausgang ungewiss ist, können die Märkte im Grunde genommen umgehen. Je nach eingeschätzter Wahrscheinlichkeit der Bedeutung positiver oder negativer Faktoren werden Risikoprämien auferlegt. Vermutlich ist es nicht ganz unrichtig zu behaupten, dass man sich im Rahmen dieser „gewöhnlichen“ Risiken auch im Bereich einer Gauss'schen Normalverteilung der Renditen bewegt.

Mehr Mühe bereitet die Frage der zeitlichen Abfolge positiver und negativer Faktoren. Die Notenbanken als „lender of last resort“ für ein in einen Liquiditätsengpass getriebenes Bankensystem fangen einen der denkbaren Koinzidenzfälle auf. Nur: Der Sturm auf die Schalter und das plötzliche Abheben sämtlicher Kundenguthaben bei gleichzeitiger Unmöglichkeit, entsprechende

Aktivposten zu liquidieren – das ist die Welt des letzten Jahrhunderts, letztlich eine recht gemütlche Welt weitgehend geschlossener Ökonomien. Wenn heute per Internet oder über all die beängstigend effizienten Kommunikationskanäle der Finanzindustrie die Kunde eines möglichen Bankenzusammenbruchs geht, dann stehen keine Leute bangend vor den Schaltern, sondern es werden blitzschnell alle auch nur entfernt gefährdeten Kreditverhältnisse gekappt, Limiten zurückgefahren, Sicherheiten behändigt. So geschehen in diesem Herbst, und in ähnlicher Form auch in Zukunft wieder denkbar.

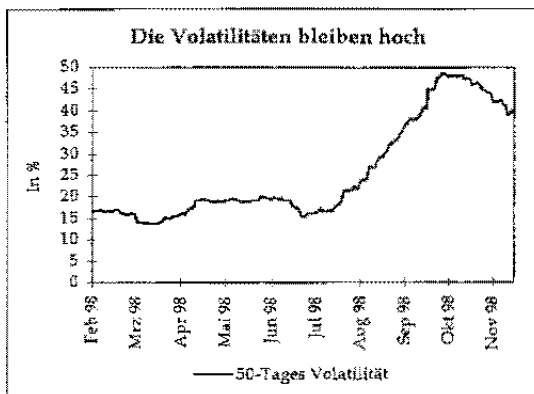
Jede Zeit hat ihre Probleme und ihre Risiken, und jede Zeit hat ihre Chancen. Das ist nichts Neues. Auch Häufungen von Problemen gab es durchaus schon in der Vergangenheit. Dies meist im politischen Bereich, wo dann bald einmal zur ultima ratio des Krieges gegriffen wurde. Im wirtschaftlichen Bereich verzögerten aber früher die langen Übermittlungswege und die marktfernen Bewertungspraktiken manche krisenhafte Entwicklung. Auf diese Weise wurde mancher Dramatik die Spitze gebrochen. Es könnte sein, dass die moderne Sofortkommunikation und die Sofortrealisation durch eine Bewertung „marked to market“ die Gangart drastisch beschleunigen. So, dass man von einem Stadtbrand in den andern geriete und dass die Verschnaufpausen zwischendrin bedrohlich kurz würden.

4. Hohe Volatilitäten - weshalb?

Was uns mit Sorge erfüllt, sind die enorm hohen Risikoprämien, die seit geraumer Zeit an den Märkten verlangt bzw. bezahlt werden. Was bedeutet dies? Der Ökonom hat zur Beschreibung der Befindlichkeit der Stadt ein Instrumentarium zur Hand. Es kann quantifizieren, ob derzeit kaum je ein Feuer ausbricht und angesichts der allgemein herrschenden Disziplin der Bürger auch nicht damit zu rechnen ist, oder ob ganz im Gegenteil ein Föhnsturm herrscht und unverantwortliche Einwohner brennende Raucherwaren auf die Strasse werfen, ja da und dort gar Brandstifter am Werk sind. Das Risikomass für die Befindlichkeit der Finanzmärkte heisst Volatilität.

Eine tiefe Volatilität bedeutet, dass im Markt mit Entwicklungen gerechnet wird, die alles in einem massvollen Rahmen halten lassen. Es bedeutet auch, dass von einer tiefen

Wahrscheinlichkeit ausgegangen wird, die Entwicklung könnte dann doch noch anders verlaufen. Typischerweise sind beispielsweise die Volatilitäten von Obligationenrenditen tief und bewegen sich (für Schweizerfranken-Obligationen mit zehnjähriger Laufzeit und einer Durchschnittsrendite von etwa 2 ½ Prozent) derzeit zwischen 3 und 4 Prozent. Das bedeutet nichts anderes, als dass die Märkte erwarten, in zwei Drittel aller Fälle würden die Renditen der Obligationen in einem Jahr zwischen +5 ½ und -1 ½ Prozent liegen.



Quelle: Bloomberg; eigene Darstellung

Deutlich höher bewegen sich die Volatilitäten von Aktienkursen, nämlich normalerweise im Rahmen von 15 bis 20 Prozent. Übersetzt bedeutet das wiederum, dass sich (bei einer durchschnittlich erwarteten Rendite von z.B. 10 Prozent) die Kurse in einem Jahr im Rahmen von -10 und +30 Prozent bewegen werden. Dies mit einer Wahrscheinlichkeit von 68 Prozent. Steigen die Volatilitäten auf das Doppelte an, so erhöht sich entsprechend der Rahmen der erwarteten Kursentwicklungen. Wenn beispielsweise Ende September der Kurs der Credit Suisse Aktie kurzfristig bei 138 Franken lag und die Titelvolaatilität 60 Prozent betrug, dann lagen die Kurserwartungen für die CS für Oktober 1999 (bei einer Wahrscheinlichkeit von 68 Prozent) zwischen 235 und 69 Franken. Oder nochmals anders bzw. etwas extremer gesagt: Der Markt erwartete damals, dass mit einer Wahrscheinlichkeit von etwa 5 Prozent der Kurs ein wenig über Null liegen würde, die CS Gruppe praktisch pleite wäre.

Reine und nicht ganz freundliche Zahlenspielererei? Nein. Denn zum einen ist die Höhe der Volatilitäten in ökonomischer Hinsicht ganz praktisch relevant. Wer immer eine Position absichern und sich so dem spekulativen Auf und Ab der Märkte ent-

ziehen will, der bezahlt dafür eine („Versicherungs-“)Prämie, deren Höhe sich nach den geltenden Volatilitäten bemisst. Je unterschiedlicher – in positiver wie in negativer Richtung – im Markt die Erwartungen liegen, desto höher die Absicherungskosten. Die Realwirtschaft kommt ohne Absicherungen nicht aus. Man denke nur an die für die Exportindustrie unerlässlichen Devisentermingeschäfte, oder man ermesse die heutige Bedeutung von (gegen Zinserhöhungen abgesicherten) Festhypotheken. – Aus der Höhe der effektiv bezahlten Absicherungsprämien wird übrigens das Volatilitätsmass herausgelesen.

Zum andern verbirgt sich hinter der Volatilitätszahl eine Menge sehr wichtiger Informationen. Wir haben von der „Befindlichkeit der Stadt“ gesprochen – ob brandgefährdet oder nicht. Genau so lässt sich aus dem Volatilitätsniveau ablesen, welche Wahrscheinlichkeit welchen künftigen Entwicklungen durch die Gesamtheit der Marktteilnehmer beigemessen wird. Man hat es also mit dynamischer Information zu tun, die bei weitem bedeutsamer, interessanter ist als irgendwelche letztlich statischen oder bestenfalls historisch-rückwärtsgewandten Betrachtungen. Die Information, dass im Markt für die Credit Suisse Group die Kurserwartungen zwischen 235 und 69 liegen und dass mit einer doch erstaunlich hohen Wahrscheinlichkeit sogar das wirtschaftliche Ende der Gruppe prognostiziert wird, ist für den Anleger mehr als relevant. Zwar trifft durchaus zu, dass Grossbanken à la CS und Grösstunternehmungen à la Viag oder Bankers Trust nicht im engeren Sinne „pleite“ gehen können. Die moderne und mit weniger unmittelbaren Externalitäten versehene Form des Firmenuntergangs ist heute die Fusion.

5. Lange Liste von Unsicherheitsfaktoren

Die hohe Nervosität und die Erratik an den Märkten wird etwas verständlicher, wenn man sich einige Elemente der gesamtwirtschaftlichen Situation vor Augen führt. Wir stehen nun im siebten Jahr eines fast unaufhaltsamen Rückgangs der Nominalzinsen. Gleichläufig hat sich in allen westlichen Industrieländern die Inflationsrate zurückgebildet. Die Konvergenz dieser ökonomischen Schlüsselfaktoren ist im historischen Vergleich gesehen enorm. Weit weniger einheitlich gestaltet sich das Bild auf

der Seite des Wirtschaftswachstums, wo die USA eine einsame Spitze (mit einer historisch ebenfalls fast einmaligen Serie von Jahren positiver Wachstumsraten) bilden, Europa um die Zweiprozentrage krebst und der Rest der Welt sich mehr oder weniger in einer Rezession befindet. Uneinheitlichkeit auch bei den Arbeitslosenquoten, die sich in den USA wiederum in sehr gesunden Bandbreiten, in Europa in sehr ungesunden Höhen bewegen. Völlig unterschiedlich schliesslich auch die Finanzierungssituation der einzelnen Volkswirtschaften und des Staatssektors: Während in den USA bei einer Sparquote von praktisch Null ein rekordhohes Leistungsbilanzdefizit erwirtschaftet wird, dafür aber der Staat einen Budgetüberschuss ausweist, wird in Europa vom Publikum gespart, werden Leistungen in hohem Masse exportiert, dafür verschuldet sich der staatliche Sektor munter weiter und expandiert dabei seinen Anteil am Bruttosozialprodukt.

Das Hauptproblem für uns - und nicht nur für uns, sondern ganz offensichtlich auch für alle andern Marktteilnehmer, vermutlich auch die Führungsetagen von Notenbanken - besteht darin, dass für diese Art ökonomischer Konstellationen der Erfahrungsschatz schlicht fehlt. Beinahe wünschte man sich - in bezug auf die Prognostizierbarkeit der weiteren wirtschaftlichen Entwicklung! - das alte, „bewährte“ Stop-and-Go zurück. Da wusste man wenigstens, dass auf eine monetäre Expansionsphase irgendwann einmal die Kontraktion mit inverser Zinskurve, rückläufigen Aktienkursen, rezessiver Wirtschaft folgen würde. Aber jetzt, da übermässiges Wachstum bei rekordtiefen Zinsen nirgends auszumachen ist, da die Rohstoffpreise alle Böden nach unten durchschlagen haben, da trotz Rezession auf mindestens der Hälfte der Weltkugel (Japan, Emerging Countries!) die Aktienmärkte der westlichen Industrieländer bis vor kurzem wieder fröhliche Rekorde gefeiert haben?

Wir sind uns des Umgangs mit Deflation ganz offensichtlich nicht gewohnt. Ja, eigentlich wissen wir letztlich nicht einmal so ganz richtig, ob die Geschichte mit der Deflation wirklich stimmt. Immer wieder werden auch warnende Stimmen laut, die vor einer zu hohen Geldmengenexpansion warnen und die darauf hinweisen, dass in gewissen Sektoren, die von den gängigen

Indices (der Konsumenten- oder der Produzentenpreise) nicht erfasst werden, durchaus inflationäre Boomstimmung herrscht. Wohl am meisten trifft das für den Software-Bereich und für die damit verbundenen Teile des Dienstleistungssektors zu.

Makroökonomische Uneindeutigkeiten zuhauf, die dann noch weiter kompliziert werden durch Faktoren wie die in ihren Auswirkungen noch völlig offene Einführung der europäischen Einheitswährung oder das Jahr 2000-Problem, das neuerdings immer weniger als reines Phantom beurteilt wird. Wenn dann zu allem Übel auch noch die wichtigsten politischen Führungskräfte der Welt eklatante physische oder charakterliche Schwächen zur Schau stellen, beginnt das Mass voll zu werden, das es berechtigt erscheinen lässt, in bezug auf die künftige Entwicklung nervös zu sein. Und die Nervosität in Form von hohen Kurschwankungen an die Finanzmärkte zu transferieren.

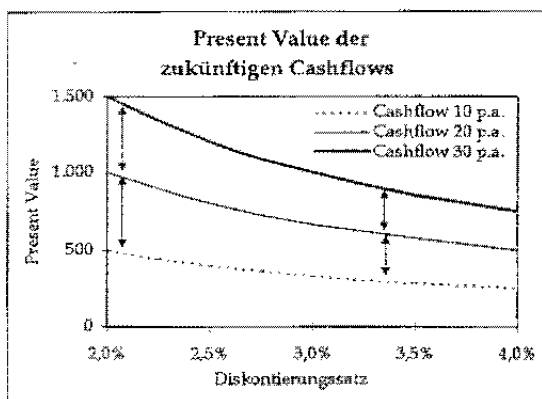
6. Tiefe Zinsen - hohe Volatilitäten

Wir massen uns nicht an, Licht in diese makroökonomische Diffusität zu bringen. Vielleicht lohnt es sich aber, die Situation aus der mikroökonomischen Sicht der einzelnen Unternehmung zu beurteilen. Nehmen wir einmal an, die gesamtwirtschaftliche Situation mit den sehr tiefen Zinssätzen halte für einige Zeit, sagen wir: für die nächsten zwei, drei Jahre, an. Wie verhält es sich dann mit dem Wert der einzelnen Unternehmung? - Eine Unternehmung ist so viel wert wie die Gesamtheit der künftig zu erzielenden freien Cash Flows. Diese Gesamtheit errechnet sich aus den auf den heutigen Zeitpunkt diskontierten künftigen Werten („Present Value“).

Es entspricht nun einer relativ einfachen mathematischen Überlegung, dass die Frage, wie hoch diese künftigen Cash Flows sein werden, umso mehr den Present Value beeinflussen, je tiefer die Zinssätze sind. Wegen der Nicht-Linearität der Diskontierungsformel nimmt der Einfluss der künftigen Cash Flows nicht proportional zu, sondern überproportional. Mit andern Worten: Der Gegenwartswert einer Unternehmung ist um so stärker vom künftigen Erfolg abhängig, je tiefer die Zinssätze liegen.

Wenn man nun in einem zweiten Schritt die Überlegung in der Hinsicht erweitert, dass

der Gegenwartswert einer Unternehmung im Durchschnitt der Börsenkapitalisierung entspricht, die sich aufgrund der Aktienkurse an den Finanzmärkten zu jedem Zeitpunkt ergibt, dann mag auch nicht erstaunen, dass ob jeder Gewinnmeldung oder -warnung die Kursausschläge umso höher ausfallen, je tiefer und nachhaltiger sich das Zinsniveau ausgestaltet. So lange die Zinsen vornehmlich einfach sanken, steigerte sich der Unternehmenswert im wesentlichen durch diesen Umstand. Wenn nun die Zinsen auf dem erreichten tiefen Niveau verharren, so bestimmt sich der weitere Kursverlauf nur noch durch die im Markt aggregierten Cash Flow-Erwartungen.



Quelle: eigene Darstellung

Erwartungen sind nun aber nichts Konstantes, sondern sie ergeben sich aus der Vielzahl von unternehmensspezifischen Informationen wie auch aus gesamtwirtschaftlichen Annahmen. Ihr Einfluss auf die Kursgestaltung ist um so einschneidender, je tiefer das Zinsniveau liegt. Damit wäre dann auch hergeleitet, dass die Volatilitäten bei tiefen Zinsen höher sein müssen als bei einem höheren Zinsniveau. Mit anderen Worten ist es gar nicht so abwegig, was wir momentan an den Märkten erleben ...

Man kann den Gedanken noch weiter-spinnen. Es gibt ja in der Ökonomie so etwas wie einen Trade-Off zwischen Risiko und Rendite. Je höher das Risiko, desto höhere Rendite wird auch verlangt. Und umgekehrt gibt es (in effizienten Märkten) auf die Länge keine höhere Rendite, die sich ohne entsprechendes, erhöhtes Risiko halten kann. Wenn es nun zutrifft, dass anhaltend tiefere Zinssätze ein anhaltend höheres Volatilitätsniveau herbeiführen, dann ist das gleichbedeutend mit einem anhaltend höheren

Risiko an den Aktienmärkten. Daraus kann gefolgert werden, dass auf die Länge die durchschnittliche Rendite der Aktienanlagen ebenfalls höher ausfallen muss. Good news for the stockholder?

Ja und nein. Ja, weil er sich, wenn genügend diversifiziert und langfristig denkend (auch in Börsenbaissen!), durchaus auf eine vergleichsweise höhere Rendite seiner Anlagen einstellen darf. Aber eben: das Risiko ist auch höher. Er muss auch mit gravierenden Ausfällen rechnen. Denn, wie gezeigt, auch die negativen Erwartungen schlagen sich bei einem tiefen Zinsniveau kräftiger im Unternehmenswert nieder als bei einem hohen Stand der Zinsen. „Himmelhoch jauchzend, zu Tode betrübt“ dürfte deshalb das Motto der nächsten Jahre mit tiefen Zinsen sein.

Und wie steht es um die Unternehmungen bzw. deren Manager? Dürfen sie in diesem Umfeld jubeln? Eigentlich nicht. Denn alle ihre Fehler schlagen sich viel unmittelbarer und stärker auf den Wert ihrer Firma nieder als in einer Hochzinsphase. Der Unternehmenswert (= der Kurs der Aktie) ist ungemein fehlersensitiv. Kommt ein weiteres Element dazu: Wir haben in früheren Anlagekommentaren darauf hingewiesen, dass tiefere Zinssätze weiter in der Zukunft liegende Cash Flows relevanter machen. Mit anderen Worten beeinflussen nicht nur die Fehler von gestern, heute und morgen den Unternehmenswert überproportional, sondern auch das allfällige strategische Missgeschick.

Die ziemlich einfältige Diskussion um den „Shareholder Value“, Gewinnsucht und dergleichen müsste um diese mikroökonomische Komponente ergänzt werden. Dann würde deutlich, dass es bei weitem nicht nur die Sorge um den eigenen Bonus ist, die Manager zu immer neuen Kombinationen, Fusionen, Spin-Offs etc. etc. bewegt. Vielmehr existiert ein systematischer Zwang zu höherer Rendite. Dieser Zwang drängt sowohl den grossen Köhner unter den Managern wie auch den aufgeblasenen Versager zu einer Vorwärtsstrategie.

7. Vom Stadtbrand zu neuen Promenaden?

Ein St.Galler Politiker bemerkte einmal angesichts der hoffnungslosen Situation bei Einsprachen gegen Neubauprojekte in der Innenstadt, heute litte man unter Stadt-

entwicklungskonzepten, Zonenordnungen, denkmalpflegerischen Einschränkungen. Früher hätte es dagegen die wohlthätige Institution des Stadtbrandes gegeben. Ein wahres Wort, und das nicht nur in bezug auf die baulichen Chancen nach einem Katastrophenereignis. Auch der „Stadtbrand“ vom vergangenen Herbst lässt durchaus Chancen für positive Entwicklungen offen.

Wir haben zwar die Vielfalt ungelöster Probleme und ökonomischer Unsicherheiten aufgezeigt. Kein Zweifel: Sowohl das verheerende Ereignis wie auch die nicht wegzudiskutierende hohe Quantität an Dingen, die zu echter Sorge Anlass geben müssen, werden für einige Zeit ihre Spuren hinterlassen. Wir gehen insbesondere davon aus, dass der internationale Bankensektor noch für geraume Zeit mit Problemen zu kämpfen haben wird. Dies zunächst aus der Überlegung heraus, dass die Banken unter dem Druck der Ereignisse generell ihre Risiken zurückfahren mussten, dies aber vermutlich in einem Masse taten, das die künftigen Erträge schmerzhaft schmälern wird. Wer verhindern will, dass sein Jahresergebnis unter hohen Rückstellungen für Risikopositionen leiden wird (die notorische Risiko-Aversion der Kontrollstellen und der Aufsichtsbehörden lässt ja solches durchwegs erwarten ...), kann nichts anderes tun, als diese Expositionen zu verringern. Hinter Risikoexpositionen stehen aber einerseits (zum Teil langjährige) Kundenbeziehungen, die gegebenenfalls im ärgsten Moment enttäuscht wurden, andererseits margenträchtige Geschäfte, die so schnell nicht wieder neu aufzubauen sind. Und bezüglich Neugeschäft drohen die hohen Volatilitäten, die wir oben beschrieben haben. Aus einer Risikoaversion ist nicht so leicht herauszufinden. Das wird auf die Ertragslage der Banken drücken. In unserer Anlageempfehlung finden sich deshalb derzeit keine internationalen Banken. Wir erwarten im übrigen auch noch weitere Zusammenschlüsse und Spin-Offs - nicht zwingend unter dem Titel noch höherer Erträge, sondern wegen schierer existentieller Notwendigkeit.

Wir haben im weiteren oben gezeigt, dass Tiefzinsphasen die grossen Zeiten der Unternehmungskunst sind. Fehler schlagen sich sehr direkt auf den Unternehmungswert nieder. Diese hohe Sensitivität gilt aber auch

in positiver Hinsicht: Richtige Entscheidungen und erkennbar glaubwürdige Strategien steigern den Wert in hohem Masse. Das sind die Baustellen für neue Promenaden nach dem Stadtbrand. Wenn wir mit diesem Anlagekommentar unsere empfohlene Aktienquote momentan für alle Risikokategorien um 10 Prozent reduzieren, dann nicht, weil wir nicht an die neuen Promenaden glauben würden (im Gegenteil: vermutlich gehören wir zu den glühendsten Verfechtern der Vision höherer Aktienrenditen!), sondern weil uns die Risiken beim Anlaufen der Bauarbeiten schlicht zu hoch erscheinen. Der Kursanstieg nach Ende September verlief uns zu schnell und lässt vermuten, dass noch zu viele Teilnehmer im Markt sind, die davon ausgehen, das Spiel von vorher (mit IMF-Illusionen und dergleichen) gehe nun einfach munter weiter.

Innerhalb unserer - vergleichsweise tiefen - Aktienquote halten wir uns an die Unternehmungen, die am ehesten versprechen, in unserem Szenario der langfristigen, nachhaltigen Cash Flow-Generierung erfolgreich zu sein. Es sind die Unternehmungen mit einer überzeugenden Strategie und einem nüchternen, ehrlichen, zielgerichteten Management.

KH, 7.12.98